

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_

学号: 15620111151948

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国的地方 IPO 热潮: 上市业绩与官员政  
绩-基于地区政治能量指数的研究

Regional IPO Waves in China: Official Achievement VS  
IPO Performance-An Empirical Study Based on Local  
Political Power Index

郝 凯

指导教师姓名: 蔡 庆 丰 教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩日期: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2014 年 月



## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。

本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题  
(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实  
验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号  
内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,  
可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日



## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（      ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于      年      月      日解密，解密后适用上述授权。

（      ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年      月      日



## 摘要

中国资本市场上市企业数量的急剧扩张在一定程度上得益于各地掀起的 IPO 热潮。特别是 2005 年以来，很多地方政府甚至将其作为重点的政绩工程，纷纷成立推动企业上市的金融办或上市办等政府机构。那么，除了地方本身的经济发展、产业特征等区域禀赋因素之外，一个地区的政治资源与各地市的 IPO 热潮又存在怎样的关联？官员政绩背后的上市业绩又会如何？这是本文主要研究的问题所在。

我国是一个官本位社会，除了企业家自身具有政治关联外，政治资源也表现为隐性的政治关联，对于这种隐性政治资源进行深入研究在讲究人情关系的中国社会更具意义。因此，本文通过构建出衡量地区政治资源的政治能量指数（Political Power Index, PPI），并以 2006 年至 2012 年 6 月间所有申请上市的企业为样本，首先研究政治资源对地市企业上市通过率的影响。其次，考察这些通过上市审核的企业是否在上市后出现业绩逆转。最后，本文又进一步研究了地市的 IPO 热潮对于一个地区的官员政绩及政治晋升是否具有推动作用。

本文的实证研究发现，地区政治能量对于所在地企业的 IPO 通过率存在显著的正向作用，但这也同样意味着有些资质不佳的企业可能会进行业绩包装，间接利用政治关联而顺利实现上市；这些通过审核的企业在随后便出现业绩逆转，在上市 6 个月后业绩开始下滑，表明了官员政绩提升的同时却是公司上市业绩的下滑。同时，本文对样本区分国有企业和非国有企业分别进行检验，得出地区政治能量对于非国有企业的 IPO 通过率影响更为明显，并且其上市后也更容易发生业绩逆转。在文章最后，本文又验证了地方 IPO 热潮提高了官员政绩，有助于当地官员实现政治晋升。

本文的主要意义和创新在于：首先，手工搜集官员资料，构建出反映我国地市政治资源的政治能量指数，这有区别于国内大多数学者以企业家具有政府背景来度量政治关联，从人际层面上升到地区层面，从直接政治关联引申到间接政治关联；其次，以往研究大多关注于宏观的经济发展即 GDP 的增长来衡量政绩表现，而本文从地市 IPO 热潮角度来研究官员的政治晋升，为后续学术界研究经济增长与官员晋升提供新的解读视角。

关键词：地区政治能量；地方 IPO 热潮；通过率；业绩表现；官员晋升





## **Abstract**

The china's listed companies of the capital market have experienced a sharp expansion which in part due to the regional IPO waves. Especially since 2005, the number of listed company has been regarded as achievement project by many local governments. Then, in addition to the regional endowment factors such as economic development、 industry characters and so on, what's the relationship between local political resources and IPO waves? And what's the IPO performance behind official achievement? It is the problem that this article mainly focuses on.

China is a society with “official rank standard”, political resources are not only direct for example the entrepreneurs themselves have political connections but also can be indirect and hidden. It has great significance to study the hidden political connections in deeply. Therefore, the paper construct political power index (PPI) to measure the local political resources, and take China listed companies as sample. With the data from 2006 to jun, 2012, the article investigates the influence of the political resources to the IPO approval. Then this paper investigates if these companies have bad performance after IPO. At last, the article further studies whether the regional IPO waves have a good effect on the official achievement and promotion.

The article finds out the following conclusions. The research shows that local political resources have a significant and positive effect on the IPO approval, this also means that some enterprises which don't have qualifications for public can make performance package, take advantage of hidden political connections to go public successfully. But these companies will have an underperformance after six months, it indicates that official achievement enhances whereas IPO performance declines. Meanwhile the article distinguishes between SOEs and non-SOEs and finds that the effect of PPI to non-SOEs is more significant, and the non-SOEs will do even more

badly. In the end, this research proves that IPO waves are helpful to the official achievement and promotion.

The main significance and innovation lie in the following two aspects. Firstly, we construct Political Power Index (PPI) by collecting the officials' information manually. This is very different from many researchers who measure political connections based on the entrepreneurs' political backgrounds, and lifts from the level of human relationship to the level of region, from the direct political connection to indirect political connection. Secondly, previous studies focus more on the macro economic development such as GDP growth to measure the official performance, but this paper studies the political promotion from the viewpoint of IPO waves which can provide a new direction for the subsequent academic research about the relationship between economic growth and official promotion.

**Keywords:** Local political power; Regional IPO waves; IPO Approval; IPO Performance; Official promotion

# 目 录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>第一章 绪 论 .....</b>                 | <b>1</b>  |
| 1.1 选题背景与研究意义 .....                  | 1         |
| 1.2 研究思路与论文结构 .....                  | 3         |
| 1.2.1 论文的研究思路 .....                  | 3         |
| 1.2.2 论文的结构安排 .....                  | 4         |
| 1.3 主要创新与后续研究方向 .....                | 5         |
| 1.3.1 论文的主要创新 .....                  | 5         |
| 1.3.2 研究不足与后续研究方向 .....              | 6         |
| <b>第二章 文献综述 .....</b>                | <b>7</b>  |
| 2.1 IPO 热潮产生的动机 .....                | 7         |
| 2.2 IPO 上市后公司业绩表现 .....              | 8         |
| 2.3 IPO 热潮与官员晋升 .....                | 10        |
| <b>第三章 地区政治能量对地方 IPO 热潮的影响 .....</b> | <b>13</b> |
| 3.1 政治地理分布概况 .....                   | 13        |
| 3.2 地区政治能量对 IPO 通过率的影响 .....         | 14        |
| 3.2.1 变量设计与样本选择 .....                | 14        |
| 3.2.2 模型构建 .....                     | 16        |
| 3.2.3 描述性统计 .....                    | 18        |
| 3.2.4 回归结果及分析 .....                  | 18        |
| 3.2.5 稳健性检验 .....                    | 23        |
| 3.3 地区政治能量对 IPO 上市业绩表现的影响 .....      | 24        |
| 3.3.1 变量设计与样本选择 .....                | 25        |
| 3.3.2 模型构建 .....                     | 26        |
| 3.3.3 描述性统计 .....                    | 28        |
| 3.3.4 回归结果及分析 .....                  | 28        |

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| 3.3.5 稳健性检验 .....                     | 36        |
| <b>第四章 地方 IPO 热潮中的官员晋升：实证检验 .....</b> | <b>39</b> |
| <b>4.1 变量设计与样本选择 .....</b>            | <b>39</b> |
| 4.1.1 变量设计 .....                      | 39        |
| 4.1.2 样本选择 .....                      | 39        |
| <b>4.2 实证研究及结果分析 .....</b>            | <b>40</b> |
| 4.2.1 模型构建 .....                      | 40        |
| 4.2.2 描述性统计 .....                     | 40        |
| 4.2.3 回归结果及分析 .....                   | 41        |
| 4.2.4 稳健性检验 .....                     | 42        |
| <b>第五章 结论及建议 .....</b>                | <b>44</b> |
| <b>参考文献 .....</b>                     | <b>47</b> |
| <b>致 谢 .....</b>                      | <b>53</b> |

# Contents

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Chapter 1 Introduction.....</b>  | <b>1</b>  |
| <b>1.1 Research background and significance .....</b>                           | <b>1</b>  |
| <b>1.2 Research design and Article structure.....</b>                           | <b>3</b>  |
| 1.2.1 Research design.....  | 3         |
| 1.2.2 Article structure.....  | 4         |
| <b>1.3 Contribution and further research directions .....</b>                   | <b>5</b>  |
| 1.3.1 Contribution .....  | 5         |
| 1.3.2 Further research directions .....   | 6         |
| <b>Chapter 2 Literature Review .....</b>  | <b>7</b>  |
| <b>2.1 The motivation of IPO Waves .....</b>                                    | <b>7</b>  |
| <b>2.2 Post-IPO performance .....</b>   | <b>8</b>  |
| <b>2.3 IPO waves and official promotion.....</b>                                | <b>10</b> |
| <b>Chapter 3 The influence of local political power on IPO waves .....</b>      | <b>13</b> |
| <b>3.1 Distribution of political geography .....</b>                            | <b>13</b> |
| <b>3.2 The influence of local political power on IPO approval.....</b>          | <b>14</b> |
| 3.2.1 Variables and sample .....  | 14        |
| 3.2.2 Model .....   | 16        |
| 3.2.3 Statistical description of variables.....                                 | 18        |
| 3.2.4 Empirical results.....  | 18        |
| 3.2.5 Robustness.....   | 23        |
| <b>3.3 The influence of local political power on post-IPO performance .....</b> | <b>24</b> |
| 3.3.1 Variables and sample .....  | 25        |
| 3.3.2 Model .....   | 26        |
| 3.3.3 Statistical description of variables.....                                 | 28        |
| 3.3.4 Empirical results.....  | 28        |
| 3.3.5 Robustness.....   | 36        |
| <b>Chapter 4 Official promotion in IPO waves: empirical test.....</b>           | <b>39</b> |

|   |           |
|---|-----------|
| <b>4.1 Variables and sample .....</b>                 | <b>39</b> |
| 4.1.1 Variables.....                                  | 39        |
| 4.1.2 Sample.....                                     | 39        |
| <b>4.2 Empirical study.....</b>                       | <b>40</b> |
| 4.2.1 Model .....                                     | 40        |
| 4.2.2 Statistical description of variables.....       | 40        |
| 4.2.3 Empirical results.....                          | 41        |
| 4.2.4 Robustness.....                                 | 42        |
| <b>Chapter 5 Conclusions and recommendations.....</b> | <b>44</b> |
| <b>References .....</b>                               | <b>47</b> |
| <b>Acknowledge.....</b>                               | <b>53</b> |

## 第一章 绪论

### 1.1 选题背景与研究意义

从2006年6月股权分置改革完成之后中国资本市场重启IPO，到2012年11月由于股市持续下跌而再次暂停IPO，我国有1539家企业成功上市，其中主板172家、中小板861家、创业板506家<sup>①</sup>。而且在2011年，按照上市公司来源地统计，无论是融资规模还是发行数量，中国IPO市场在当年均位于全球第一（如图1-1），虽然当年发行数量和融资额较2010年的469家和1002亿美元都出现明显的下滑，但这并不影响中国继续成为全球IPO市场最活跃的国家<sup>②</sup>。此外，截止2012年12月底，还有将近900家企业在排队等待审核<sup>③</sup>。中国IPO申请数量的急剧增长一方面得益于中国经济的持续快速增长，另一方面也得益于中国资本市场的不断发展和成熟。但必须指出的是，与中国其他很多经济领域一样，这一波IPO热潮并非完全市场化运行，其背后同样有地方政府的“无形之手”在“或明或暗”地推动和干预。特别是2005年以来，很多地方政府将推动企业IPO作为施政重点和政绩工程，纷纷成立地方金融办或上市办，通过土地、税收、融资甚至直接奖励等方式积极引导、推介和支持地方企业上市。地方政府推动企业上市的竞争，在全国各地掀起了IPO热潮。一时间，各市县只要有一定规模的企业，无论行业前景和经营业绩，都纷纷变身为上市后备企业。在发行承销商的改制包装和地方政府的支持推动下，相当一部分企业成功上市。在这一过程中，企业家本身、发行承销商和地方政府都会“各显神通”，积极寻求各种政治资源和社会关系，帮助企业顺利上市。

---

<sup>①</sup> 数据来源于万德（Wind）。

<sup>②</sup> 数据来源：纽约证券交易所北京代表处，《2011年全球资本市场IPO研究报告》。

<sup>③</sup> 2012年11月IPO停止直至2013年12月，2014年1月以来，有7家企业获得上市资格。

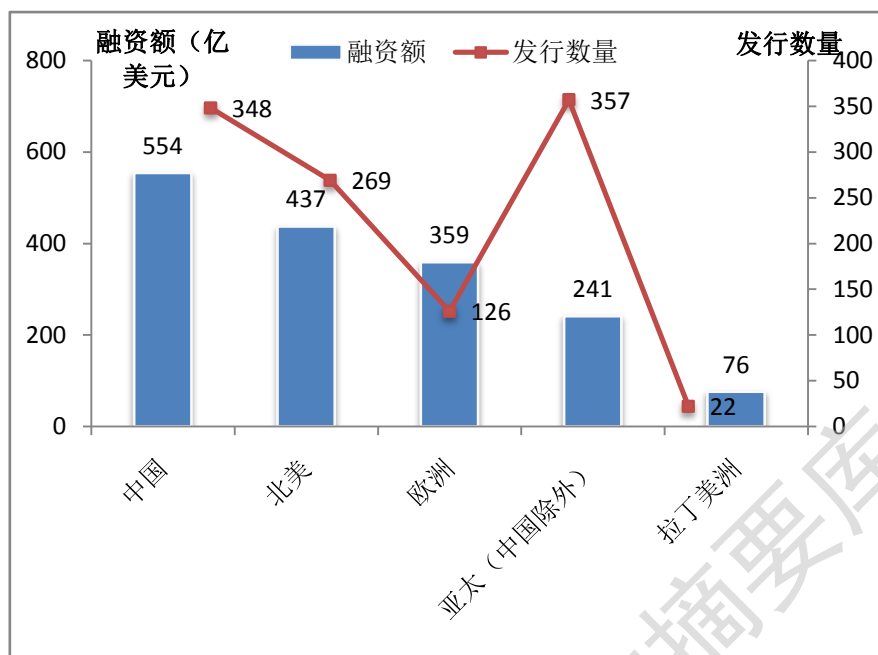


图 1-1 2011 年全球资本市场 IPO 融资规模和发行数量

Francis, Hasan 和 Sun (2009)<sup>[1]</sup> 用企业董事会成员是否任职于政府部门，或者承销商是否具有国企性质作为政治关联的替代变量，研究发现具有政治关联的企业在上市过程中支付的费用较低，提高其发行价格，降低 IPO 折价 (Underpricing)，并能顺利通过审核。Hung, Wong 和 Zhang (2012)<sup>[2]</sup> 则以公司主席或者 CEO 是否现在或过去担任政府官员作为政治关联的表征，发现具有政治关联的企业更容易实现海外上市。Yang (2011)<sup>[3]</sup>、Chen et al. (2011)<sup>[4]</sup>、Liu, Tang 和 Tian (2012)<sup>[5]</sup> 等学者均以中国 IPO 企业为研究对象，他们都发现政治关联企业更容易通过 IPO 上市审核。

但现实中，还有大量的企业家没有直接的政治关联，但这并不代表他们消极无为，他们同样会积极去寻求各种间接的、隐形的、其他形式的政治关联来帮助企业顺利上市。比如一个地方企业家可以通过与各级政府官员同学、同乡、甚至同好的方式建立起间接的政治关联，同样也可以获得政治资源的支持，这表现为隐性的政治关联。这种隐性政治关联在我国当前社会经济生活中的影响更为隐蔽，却同样深刻。因为影响“隐蔽”，所以难以观测，更难以进行定量研究；但又因为影响“深刻”，对其深入研究在更为讲究人情关系的中国社会



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库